

Финансы эпохи реконструкции

Незавершившаяся правовая и технологическая реорганизация препятствуют формированию благоприятного инвестиционного климата в химической промышленности

Елизавета Сергиенко



Особенных способов финансирования для химической промышленности пока не придумали. Также как и для всех предприятий, для химических компаний есть два способа финансирования — заемный и инвестиции в собственный капитал.

Мы выбираем, нас выбирают

Заемный способ финансирования включает все виды кредита — от банковского до секьюритизированных способов, вроде эмиссии долговых обязательств. Инвестиции в собственный капитал — это вложения акционеров в предприятие, включая размещение акций на фондовом рынке. Условия финансирования предприятия, с одной стороны, определяются общим состоянием финансовых рынков: уровнем развития кредитно-финансовой отрасли, размерами рынков, общей оценкой рисков инвестирования и кредитования в

стране, а с другой стороны — особенностями самих предприятий-заемщиков или объектов инвестирования, их инвестиционной привлекательностью, оценкой специфических рисков.

По словам заместителя директора инвестиционно-банковской дирекции ОАО «Русские Инвесторы» Георгия Елисеева, характерной особенностью компаний в химической промышленности России, как и в целом в промышленности страны, является то, что владель-

цы компаний управляют не капиталом, а финансовыми потоками предприятий. Соответственно, размеры доступного финансирования существенно меньше, чем могли бы быть. «Например, — говорит Елисеев, — капитализация „Юкоса“, наиболее успешной российской нефтяной компании, составляет около 30 млрд долларов. Это реальные деньги, так как ликвидность акций высока, и соответственно, можно размещать акции и привлекать капитал, либо под залог этих

Стратегия обновления

Износ основных фондов предприятий химической промышленности достиг критического уровня. Однако в ряде случаев задача реконструкции вовсе не сводится к тотальной замене оборудования. Например, заменив только устройства внутренней части колонны добавки этилена, что обойдется в 20 % полной стоимости подобного аппарата, можно увеличить производительность на 70 %, а также получить существенную экономию затрат энергии. Поэтому поиску инвесторов и инвестиций должны предшествовать оптимальная постановка задачи и нахождение оптимальных инструментов решения.

акций привлекать кредиты. Можно использовать эти акции как платежный инструмент при поглощении других компаний, что предполагалось сделать в рамках сделки «Юкос»—«Сибнефть». Если бы «Юкос» был непрозрачной неструктурированной компанией, скрывающей свою финансовую отчетность, прячущую прибыль (а таковыми является большинство промышленных компаний страны), то привлекать финансирование эта компания могла бы только под свои финансовые потоки. Выручка «Юкоса» составляет 11 млрд долларов, в том числе от экспорта — около 3/4 этой суммы, а прибыль — 3 млрд долларов, то есть цифры в 3–10 раз меньше капитализации».

Компании, не управляющие своим капиталом, имеют доступ к кредитам под оборотный капитал, то есть краткосрочным кредитам с лимитом оборота по счетам в период кредитования, либо товарным кредитам под залог продукции, в том числе предэкспортному кредитованию.

В первый раз

Для финансирования начальных проектов практически все предприятия пользуются банковскими кредитами. У такого вида финансирования есть свои недостатки: зависимость от одного кредитора, необходимость проводить все расчеты с покупателями по счетам в данном банке и достаточно высокая процентная ставка. На начальном этапе развития предприятие удовлетворяют такие условия, но по мере роста компании, когда инвестиционная программа расширяется, становится очевидно, что нужно искать новые способы получения средств, например, выходить на публичный рынок долговых займов. По словам директора по организации финансирования ЗАО «ИК Регион» Владимира Галкина, переход к публичным займам в виде выпуска векселей или эмиссии облигаций доступны избранным.

Публичные заимствования могут позволить себе только крупные или средние предприятия с показателями годовой выручки на уровне 1–1,5 млрд рублей, с рентабельностью бизнеса на уровне 8–10 % и прибылью на уровне 100 млн рублей в год.

Далее выбор между выпуском векселей и эмиссией облигаций осуществляется исходя из объемов необходимых средств. Нужно учитывать, что при эмиссии облигаций предприятие несет расходы по организации выпуска, в том числе налог на операции с ценными бумагами, вознаграждение андеррайтерам, финансовым консультантам, платежным агентам, комиссию бирже.

Для получения предприятием выгоды от выпуска облигаций предполагаемая сумма займа должна составлять не менее 250–300 млн рублей. Если компания испытывает необходимость в меньшей сумме, имеет смысл начать программу с выпуска векселей. Чтобы создать кредитную историю предприятия на долгом рынке, несколько первых выпусков следует размещать на три-шесть месяцев. Таким образом, в течение срока инвестиционного проекта можно несколько раз выпускать и гасить краткосрочные векселя. После того как кредитная история предприятия сформирована, компании будет легче переходить к заимствованию более «длинных» денег.

Даже имея некоторую историю, средние предприятия размещают свои векселя под проценты, на 4–5 % превышающие доходность векселей крупнейших векселедателей, «голубых фишек». Инвесторы хотят получать премию за риск, вкладывая деньги в векселя малоизвестного на рынке предприятия (С мнениями участников рынка по поводу инвестиционной привлекательности крупных брендов читайте в материале на стр.). В настоящее время средняя доходность по векселям десятки крупнейших векселедателей составляет около 12 % годовых, поэтому средним предприятиям следует выпускать векселя под 16–18 % годовых. Как правило, затраты по вексельному займу меньше процентов по банковскому кредиту, но компаниям, впервые выходящим на вексельный рынок, все же следует ориентироваться примерно на такие же проценты, как и по кредиту. Главное достоинство выпуска векселей в том, что оно, в отличие от кредита, является беззалоговым финансированием.

Примером может послужить проведенная ЗАО «ИК Регион» реализация программ финансирования для таких предприятий химической промышленности, как ОАО «Каустик» и ОАО «Пласткард». Сотрудничество с этими предприятиями продолжается и в настоящее время. Реализация программы привлечения заемного финансирования с помощью выпуска векселей ОАО «Пласткард» началась в январе 2002 года. Общая сумма выпущенных векселей превышает 600 млн рублей. В настоящее время емкость рынка векселей ОАО «Пласткард» составляет около 200 млн

рублей. К основным итогам названного проекта следует отнести то, что компания стала известна инвестиционному сообществу как привлекательный объект для вложения капитала. А это, в свою очередь, позволило снизить стоимость рыночных заимствований для предприятия с 25 % до 18 % годовых по векселям с сопоставимыми сроками.

Другим примером работы ЗАО «ИК Регион» с химическими предприятиями является успешное размещение в декабре 2002 года на ММВБ документарных процентных облигаций на предъявителя ОАО «Каустик». Объем выпуска составил 300 млн рублей, а срок обращения — 1 год.

Средства, полученные от размещения облигаций, направлены на расширение и реконструкцию действующего производства, а также осуществление текущего ремонта оборудования. Выпуск следующего облигационного займа ОАО «Каустик» со сроком обращения 3 года планируется на конец 2003 года.

Что касается инвестиций в собственный капитал, то такие инвестиции в отрасли наблюдаются только в рамках предприятий, принадлежащих крупным промышленным группам, в основном нефтяным компаниям, и в небольшом объеме — с участием иностранных инвесторов.

Инвестор инвестору рознь

Инвесторы могут быть финансовыми или стратегическими. Финансовые инвесторы заинтересованы в получении прибыли на свои инвестиции, при этом сами не занимаются управлением бизнесом или занимаются на временной основе с целью его последующей перепродажи. Обычно так инвестируют фонды прямых инвестиций и финансово-промышленные группы. Часто в роли финансовых инвесторов оказываются банки, которым достаются активы, служившие обеспечением по каким-то кредитным проектам. Предприятия заинтересованы в привлечении финансовых инвесторов для осуществления отдельных проектов, под специально подготавливаемые бизнес-планы. Привлечь «целевых» инвесторов довольно сложно, так как их критерии по уровню допустимого риска достаточно высоки, и часто в России просто невозможно соответствовать этим критериям. Кроме того, грамотно подготовленные бизнес-планы — довольно редкое явление.

Стратегические же инвесторы приобретают бизнес, близкий им по их основному по профилю. Приход стратегического инвестора почти всегда означает сделку по поглощению бизнеса. Если владельцы предприятия хотят про-

дать его, как правило, им хорошо известен круг потенциальных покупателей. Они нанимают инвестиционный банк для подготовки всесторонне проработанного предложения, защиты их интересов в переговорах и осуществлении сделки. Со стороны покупателя также участвует инвестиционный банк, его задача более сложная, так как его заказчик рискует деньгами и требует еще более тщательной проработки проекта.

Когда участники сделки считают, что им можно обойтись без профессиональных посредников, они идут на дополнительный риск. Технически сделки по привлечению инвестиций могут иметь формы купли-продажи акций, эмиссии новых акций, учреждения нового юридического лица с внесением инвестиционных средств в уставный капитал, предоставления кредита, проведения сделки РЕПО с обратным выкупом, продажи или залога имущественного комплекса и т. д. Все зависит от конкретных условий и требований заказчика.

Задачей инвестиционного банка является предоставление консультационных услуг, начиная с разработки стратегии развития бизнеса и до технических подробностей по конкретной сделке.

Вознаграждение инвестиционных компаний, как правило, состоит из двух частей: фиксированной платы за предоставление услуг («ретейнер») и комиссии в размере нескольких процентов от суммы сделки.

Примером работы на рынке может стать компания ОАО «Русские Инвесторы». В ней создан фонд прямых инвестиций, который финансирует проекты развития ряда предприятий в разных отраслях промышленности. Кроме того, предлагаются услуги по привлечению инвесторов, корпоративному финансированию и сделкам по слияниям и поглощениям. Эти проекты предполагают разработку стратегии для владельцев бизнеса, подготовку инвестиционного меморандума, проведение детального обследования предприятия (due diligence), поиск и привлечение инвестора. «В прошлом году, — говорит Елисеев — мы участвовали в трех таких проектах в отрасли. Так, для владельцев ОАО „Фосфор“ (г. Тольятти) был написан инвестиционный меморандум, который они активно использовали в переговорах с инвестором. К сожалению, заказчик отказался от всего комплекса услуг по структурированию сделки по привлечению стратегического инвестора, ограничился только исследовательской частью этого комплекса. Сегодня, насколько мне известно, завод вообще остановлен». Сейчас инвестиционная группа рассматривает проект финансирования

предприятия по переработке отходов крупного химического производства с применением совершенно новых технологий. На данный момент этот проект проходит процедуру одобрения.

Вообще, в отрасли, по словам Елисеева, не любят раскрывать информацию — так как создание акционерной стоимости пока не вошло в число приоритетов для менеджеров российских химических предприятий и холдингов.

Особенности, повышающие риски

Особенность работы с химическими предприятиями заключается еще и в том, что у большинства предприятий активы преимущественно состоят из морально устаревшего оборудования при существенном физическом износе. Применяемые технологии часто уже запрещены к использованию в других странах. Переоборудование таких предприятий часто стоит дороже, чем строительство новых. Продавать такой бизнес очень сложно, и еще сложнее привлечь инвестиции в отдельные проекты при этих предприятиях. Иностранные инвесторы, если речь идет о них, как правило, совершенно иначе оценивают экологические риски. Кроме того, большинство предприятий отрасли имеют проблематичную корпоративную историю — банкротства, реорганизации, вывод активов и т. д. Все это повышает юридические риски инвестора.

Химическая промышленность — сложно структурированная отрасль с разнесенными уровнями передела, что делает каждое звено в технологических цепочках уязвимым: если его отрезать от сырья, то никакой стоимости предприятие не имеет.

Примеры остановленных с такой пред историей заводов имеются. Соответственно, очень сложно оценить активы подобных предприятий.

Наконец, важным моментом является не совсем правильная мотивация владельцев химических предприятий. Как говорит Елисеев, «очень часто они приобретались очень дешево, несопоставимо дешево с восстановительной стоимостью оборудования. Это позволяет владельцам получать хороший возврат на инвестиции, не заботясь о модернизации и перевооружении, даже



Стоимость нового производства в химической отрасли исчисляется десятками миллионов долларов

наоборот, инвестиции в переоборудование убили бы рентабельность их инвестиций. Выгоднее получать свою сверхприбыль на небольшие вложения, пока предприятие еще работает, и не развалилось полностью. Тем не менее, инвестиционный интерес к отрасли есть, что связано с конкурентными преимуществами российской химической промышленности: доступ к сырью (хотя уже и не дешевому, как 5–10 лет назад) и емкость рынка сбыта».

Другие способы

По словам руководителя департамента по работе с корпоративными клиентами «Автобанка» Сергея Шпелера, всегда есть возможность привлечь средства западных инвесторов, действуя через экспортно-кредитные агентства. Структура продаж многих предприятий химической промышленности, в большой степени ориентированных на экспорт, позволяет реализовать такой способ привлечения финансирования, получая средства под небольшие проценты на срок до пяти лет. За это время предприятие способно «выйти на точку рентабельности в инвестиционных проектах». При этом до 85 % ввозимого оборудования закупается за счет западных инвесторов, а 15 % — за счет предприятия или того же банка.

Другой вариант. Воспользоваться программой финансирования под страховое покрытие Экспортного страхового агентства (ЭСА) предприятия предлагает «Внешторгбанк». Этот источник внешнего фондирования кредитов представляет собой среднесрочное и долго-

срочное финансирование до 85 % суммы импортного контракта сроком от двух до семи-восьми лет. При этом предприятие должно оплатить как минимум 15 % от контракта, хотя и эта сумма также может быть профинансирована за счет «Внешторгбанка».

«Внешторгбанк» также осуществляет программы краткосрочного, среднесрочного и долгосрочного предэкспортного кредитования. Краткосрочное предэкспортное кредитование представляет собой краткосрочное финансирование до 100 % суммы экспортного контракта сроком до двух лет. Длительность среднесрочного и долгосрочного контракта зависит от политики ЭСА, запроса импортера и принимаемого им риска, и составляет от двух до семи-восьми лет. Плюс, если предприятию необходимо купить оборудование, один два года отводятся на поставку этого оборудования.

Длительность такого контракта составляет, в среднем, 10 лет. Погашение осуществляется равными частями, один раз в полугодие. Первичная сумма должна быть выплачена по истечении шести месяцев с момента поставки, средней даты поставки или, если это касается оборудования, пуска в эксплуатацию. В

конечном итоге предприятию остается погасить долг с учетом процентных ставок и выплатить маржу «Внешторгбанку».

Часть средств, необходимых для финансирования строительно-монтажных и общехозяйственных работ, Сергей Шпелтер предложил привлекать через эмиссию корпоративных облигационных займов, о которой говорилось выше.

Владимир Галкин считает, что в ближайшие 2–3 года будет развиваться финансирование инвестиционных проектов за счет акционерного капитала (ИРО). При ИРО компания получает средства от широкого круга инвесторов за счет продажи достаточно крупного пакета акций (20–30 %). Можно утверждать, что удачное проведение ИРО возможно только для компаний с уже сложившейся структурой собственников, которые повысили свою капитализацию. Также необходимо отметить, что ИРО — логическое продолжение работы на долговом рынке и формирования публичной кредитной истории. В конечном итоге ИРО способствует повышению капитализации и привлекательности компании для инвесторов.

В последнее время в России развивается рынок корпоративных облигаций. Правда, эксперты все чаще относятся к

этому инструменту кредитования с опаской, так как эмиссии облигаций в условиях дефицита на рынке инвестиционных инструментов раскупаются без достаточной оценки рисков эмитента, что может привести к масштабному финансовому кризису, когда начнется череда дефолтов по этим облигациям.

По мнению президента Российского союза химиков Виктора Иванова, проблема предоставления кредитов предприятиям должна решаться на государственном уровне. «Нормальная мировая рентабельность в химической промышленности 5–10 % в год, если предприятие не занимается спекулятивными операциями. При таком раскладе банку можно отдать 4–5 % годовых по кредиту. Но при ставке в 20 % никто в этой стране не станет брать кредит. Инвестиционные фонды, курсы, предоставление беспроцентных кредитов — эти направления должно разрабатывать правительство», — говорит Иванов.

Однако определенный опыт в использовании финансовых инструментов у химических предприятий уже накоплен, а долги предприятий востребованы на фондовом рынке, и дело только за тем, чтобы подготовить инвестиционную программу. ■

Сайт «Химического журнала» — <http://tcj.rcc.ru>

- анонс свежего номера
- архив номеров за год
- все материалы первого и некоторые публикации последующих номеров в открытом доступе

